

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - G. MONTEDORO

2010

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci
F. Capriglione - R. Masera - G. Montedoro

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi

Consulenza ICT ed Organizzativa

N. Casalino

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre,
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

INDICE SOMMARIO

PARTE PRIMA

FRANCESCO CAPRIGLIONE, <i>Eurosclerosi e globalizzazione: (Contro un possibile ritorno all'euroscetticismo)</i>	1
MATTEO DE POLI, <i>Mezzi di pagamento 'alternativi' e solutorietà</i>	42
FRANCESCO GUARRACINO, <i>L'adozione degli atti di regolazione delle autorità del mercato bancario, finanziario, assicurativo e previdenziale</i>	75
RAINER MASERA, <i>Towards a new regulatory and supervisory framework of the financial sector in Europe: role and contents of the AIFMD, with specific reference to Non-Listed Real Estate</i>	108
GIUSEPPE NICCOLINI, <i>Sociale e parasociale nell'iniziativa collettiva</i>	149
DOMENICO SICLARI, <i>Norme d'emergenza sui mercati finanziari e stato d'eccezione "conservativo"</i>	163
PASQUALE DE LISE, <i>Note a margine del libro Mercati e Istituzioni in Italia di Enzo Cardì</i>	193
FABIANO COLOMBINI, <i>La crisi finanziaria e la riforma Obama</i>	201
ANTONELLA ANTONUCCI, <i>Il costo del credito</i>	226
PIERDOMENICO DE GIOIA-CARABELLESE, <i>"Derivatives" in the light of recent financial insolvency procedures (Lehman Brothers) and through glimpses of comparative analysis</i>	234
ANGELA TROISI, <i>Conflitto di interessi e servizio di consulenza finanziaria</i>	257
SANDRO AMOROSINO, <i>Banche ed imprese in crisi tra funzione istituzionale creditizia e tutela del risparmio</i>	278
ELEONORA VENTURI, <i>Le politiche di remunerazione nelle imprese finanziarie (dal contesto internazionale alle nuove regole europee)</i>	291

GIANCARLO MONTEDORO, <i>Nomos e Grundnorm in Europa ed al di là dell'Europa</i>	338
FRANCESCO CAPRIGLIONE, <i>L'innovazione delle regole bancarie e finanziarie nel ricordo di trent'anni di insegnamento</i>	373

PARTE SECONDA

VALERIO LEMMA, <i>Economia e diritto dei mezzi processuali. (azione e resistenza temeraria) (Corte di Cassazione, 12 ottobre 2009)</i>	1
MAVIE CARDI, <i>I contratti di investimento immobiliare e la problematica dell'offerta al pubblico (Corte di Cassazione, 17 aprile 2009, n. 9316)</i>	25
SIMONE MEZZACAPO, <i>Raccolta del risparmio tra il pubblico – Deposito Irregolare – Servizi di pagamento – Mandato di pagamento – “peer-to-peer lending” (Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio, 12 dicembre 2009)</i>	45
ANDREA MIGLIONICO, <i>Intermediazione finanziaria – Obbligazioni Lehman Brothers - Valutazione di rating – Rilevanza – Inesistenza di valutazioni negative relative al titolo – Inadeguatezza dell'operazione – Esclusione contratti di investimento immobiliare e la problematica dell'offerta al pubblico (Tribunale di Venezia, 5 novembre 2009)</i>	82
EMILIO DE LILLO, <i>I controlli di vigilanza in sede di acquisizione di partecipazioni rilevanti: un primo vaglio del giudice amministrativo. (Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio, 23 febbraio 2010 n.2826)</i> ...	104
ANDREA MINTO, <i>Crisi economica generale e presentazione di piani di risanamento: nuovi spunti in tema di ampiezza dell'indagine valutativa per l'appostazione a “sofferenza” nella centrale dei rischi (Tribunale di Parma, 30 giugno 2010 n.1832)</i>	157
DAVIDE SICLARI, <i>Discrezionalità, proporzionalità e dimensione della banca nella determinazione della misura delle sanzioni amministrative. (Corte Suprema di Cassazione, Sezione Seconda Civile, 15 giugno 2010, n.14305)</i>	189
MIRELLA PELLEGRINI, <i>L'inaccettabile conferma di un orientamento giurisprudenziale da tempo superato. (Tribunale di Milano, VI Sezione Civile, 6 ottobre 2010, n.12942)</i>	208

TRIBUNALE DI VENEZIA

5 novembre 2009 – Pres. Marina Caparelli – Est. Fidanzia

Intermediazione finanziaria – Obbligazioni Lehman Brothers - Valutazione di rating – Rilevanza – Inesistenza di valutazioni negative relative al titolo - Inadeguatezza dell'operazione – Esclusione

L'imprevedibilità del fallimento della società emittente i prodotti finanziari, unitamente all'elevato giudizio di rating espresso sui titoli obbligazionari, non copre di responsabilità l'intermediario che facendo riferimento alla valutazione del merito di credito, abbia correttamente concluso con il cliente l'operazione di investimento. Non si rinviene, dunque, alcuna violazione dell'obbligo di adeguata informazione (in particolare degli eventuali rischi di solvibilità) nei confronti della banca in caso di inaspettato default, atteso il comprovato affidamento nell'analisi finanziaria fornita dalle agenzie di rating (nel caso di specie Moody's e Standard & Poor's).

(Art. 37, Regolamento Consob n. 16190/2007; art. 1419 c.c.)

[Omissis...]

FATTO E DIRITTO

Va premesso che la presente sentenza viene redatta in forma abbreviata a norma dell'art. 16 comma 5° D.L.vo 17.1.2003 n. 5, con la conseguenza che per la parte narrativa deve richiamarsi quanto dedotto dalle parti nei rispettivi atti difensivi.

La sig.ra S.P. chiede accertarsi la nullità dell'ordine di acquisto di obbligazioni Lehman Brothers, impartito in data 8.2.2009, per un controvalore nominale di € 30.000,00 e per l'effetto chiede la condanna della banca convenuta alla restituzione della somma di € 30.000,00 oltre agli interessi ai tassi dei BOT sino al soddisfo.

In via subordinata, l'attrice chiede dichiararsi risolta, per grave inadempimento della banca, l'operazione di acquisto di cui è causa ed il relativo contratto quadro, ed in ulteriore subordine, l'annullamento ex art. 1429 o 1439 c.c. della stessa operazione, con condanna della banca alla restituzione della somma di € 30.000,00 oltre agli interessi ai tassi dei BOT sino al soddisfo.

L'attrice lamenta, in primo luogo, che la predetta operazione è nulla essendo stata posta in essere in assenza di un valido contratto quadro e ciò perché la banca, al momento dell'ordine, non aveva ancora adeguato il contenuto del contratto quadro alle prescrizioni dell'art. 37 regolamento Consob 16190/2007.

Ad avviso di questo Collegio, a prescindere dal fatto che l'attrice non ha precisato quali prescrizioni rilevanti nel caso di specie, imposte dall'art. 37 reg. Consob 16190/07, sarebbero state violate, il contratto quadro che non recepisca integralmente il contenuto del contratto quadro prescritto dall'art. 37 nuovo reg. Consob soddisfa comunque il requisito della forma scritta.

In primo luogo, le divergenze tra il testo del contratto di cui è causa e quanto richiesto dall'art. 37 reg. Consob concernono eventualmente profili che attengono alla disciplina dei comportamenti degli intermediari, e come tali non incidono sul momento genetico di formazione del contratto ma solo sull'esecuzione dello stesso.

E' comunque assorbente l'osservazione che il principio di conservazione del contratto di cui all'art. 1419 cod. civ. imponga che la eventuale nullità di quelle clausole incompatibili con la nuova disciplina non si riverberi sull'intero contratto — ma comporti solo la sostituzione di diritto delle clausole ritenute nulle con le prescrizioni imperative stabilite dalla più recente normativa.

L'attrice lamenta inoltre la violazione dell'art. 94 del T.U.F. n. 58/1998 per aver sollecitato l'investimento senza preventiva consegna del prospetto informativo.

Anche tale censura non coglie nel segno.

La sollecitazione all'investimento - che è definita dall'art. 1, lett t) T.U.F. come ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari, ha come destinatario un pubblico indiscriminato di soggetti cui la banca offre il prodotto finanziario del quale è collocatore.

Nel caso di specie, la banca convenuta non è collocatrice delle obbligazioni Lehman Brothers essendosi limitata ad acquistarle presso terzi su incarico della propria cliente.

La sig.ra S.P. ha lamentato altresì che la banca non ha segnalato il proprio conflitto di interessi nella operazione di cui è causa, che ha posto in essere un'operazione inadeguata per tipologia in mancanza di apposita autorizzazione scritta dell'investitrice e che in generale non si è comportata con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse della cliente.

La doglianza secondo cui la banca avrebbe agito in conflitto di interesse è infondata.

A prescindere dal rilievo che anche qualora una operazione di investimento venga posta in essere dalla banca in c.d. "contropartita diretta" non può essere presunto il conflitto di interessi, dovendo il cliente dimostrare che la banca ha inteso soddisfare un interesse diverso ed ulteriore da quello dell'investitore, nel caso di specie, è documentale che la banca ha acquistato le obbligazioni Lehman sul mercato borsistico. Non a caso per tale operazione ha ricevuto una commissione pari allo 0,5%.

Non si vede quindi come sia ravvisabile un conflitto di interesse in relazione a titoli che non sono mai stati nel portafoglio della banca.

In ordine all'asserito compimento di operazione inadeguata per tipologia, ad avviso di questo Collegio la predetta operazione è pienamente adeguata al profilo di rischio dell'investitrice.

Anche a voler ritenere che la dichiarazione resa all'attrice all'atto della stipula del contratto quadro di cui è causa con riferimento al suo profilo di rischio (alto) sia stata effettivamente il frutto di un errore e che quindi l'attrice sia un'investitrice prudente, in ogni caso, da un esame dei titoli presenti nel suo portafoglio prima dell'operazione del 8.2.2008 emerge che tali titoli erano della stessa ed identica tipologia di quelli di cui è causa (obbligazioni di banca estera).

In particolare, dall'esame del doc. 2 di parte convenuta, risulta che l'attrice ha disinvestito obbligazioni Rabobank per l'importo di circa € 50.000,00 ed ha acquistato obbligazioni Lehman Brothers per € 30.000,00 e obbligazioni Morgan Stanley per € 20.000,00 e già deteneva nel suo dossier obbligazioni Morgan Stanley per circa € 30.000,00.

Non può quindi ritenersi che tale operazione sia stata posta in controtendenza con le scelte di investimento dell'attrice - ella stessa ammette che il tasso delle Lehman non si discostava in modo significativo dal rendimento offerto dai titoli di Stato - con la conseguenza che, da un lato, non occorre la segnalazione di inadeguatezza per oggetto e tipologia, mentre, dall'altro, correttamente la banca ha segnalato l'inadeguatezza per dimensioni avendo l'attrice concentrato in obbligazioni oltre il 35% del proprio portafoglio titoli.

Al momento dell'acquisto del 8.2.2008, il soggetto emittente godeva di un rating di tutto rispetto e in particolare un rating di categoria A1 per l'agenzia specializzata Moody's e A per l'agenzia Standard Poor (agenzie la cui peculiare attività consiste proprio nel valutare il merito di credito, in termini di solvibilità, delle società pubbliche e private e degli Stati).

Come si evince dai documenti prodotti in giudizio dalla banca, e non contestati dall'attrice, la società Lehman Brothers ha conservato il proprio rating in categoria A fino al 15 settembre 2009, giorno in cui è stata dichiarata fallita (dal 16 settembre è stata sospesa a tempo indeterminato la negoziazione di tali titoli, vedi doc. 7 convenuta). Proprio tale circostanza rende palese che il mercato finanziario non ha mai avvertito, prima dell'irreparabile, i sintomi del default; diversamente il

rating delle Lehman sarebbe precipitato ben prima, come avvenne per i bond argentini dal marzo 2001 in poi.

L'attrice assume che la banca avrebbe violato gli obblighi informativi su di essa incombenti e che non può liberarsi dalla responsabilità invocando il rating ampiamente positivo delle obbligazioni Lehman.

Questo Collegio non condivide questa impostazione.

Non può rimproverarsi alla Banca di non aver previsto il default della Lehman Brothers se neppure le agenzie di rating lo hanno previsto. Né la banca convenuta si trovava in una sorta di osservatorio privilegiato al cospetto dell'emittente: a prescindere dal diverso ambito di operatività dei due istituti bancari, la banca convenuta non vantava neppure una posizione creditoria nei confronti del soggetto emittente che la legittimasse eventualmente ad avere accesso alla sua contabilità.

L'attrice contrappone la rischiosità del titolo Lehman a quello emesso da emittenti "di massima solidità" come le banche estere Morgan Stanley e Rabobank. In realtà, circostanza pacifica in quanto non specificamente contestata dall'attrice a norma dell'art. 10 comma 2 bis d. Lgs. n. 5/03 è che anche colossi bancari come City Group e Morgan Stanley non sono falliti solo per l'intervento determinante del Governo americano a loro ausilio.

In conclusione, essendosi il default dell'emittente Lehman palesato del tutto improvviso ed imprevedibile - come altrettanto imprevedibile era la crisi finanziaria della Morgan Stanley risolta solo per interventi esterni - la condotta della banca deve ritenersi immune da censure.

Le domande dell'attrice vanno dunque rigettate.

Data la novità della questione trattata, sussistono giusti motivi per compensare integralmente le spese di lite.

P.Q.M.

Il Tribunale di Venezia, definitivamente pronunciando tra le parti in epigrafe, ogni contraria istanza ed eccezione disattesa, rigetta le domande della sig.ra S.P.; compensa tra le parti le spese di lite.

Venezia, così deciso il 5.11.09

*IL GIUDIZIO DI RATING: INCIDENZA SULLE NEGOZIAZIONI
FINANZIARIE E SULLA STABILITÀ DEI MERCATI*

1. La sentenza in commento affronta la tematica della esclusione di responsabilità dell'intermediario finanziario in presenza di un positivo giudizio di *rating* su titoli obbligazionari improvvisamente caduti in *default*. In particolare, il Tribunale esamina la questione della violazione da parte della banca degli obblighi informativi relativi alla rischiosità del titolo, che ad avviso dell'investitore non viene meno in presenza di un *rating* positivo delle obbligazioni (nella fattispecie: *Lehman Brothers*).

La parte attrice asserisce l'esistenza di un elevato rischio di solvibilità per i titoli *Lehman* rispetto a quelli emessi da *Morgan Stanley* e *Rabobank*; da qui, la richiesta ex art. 1429 o 1439 c.c. di nullità dell'operazione di investimento con conseguente invalidità del contratto quadro posto in essere dalla banca in violazione delle disposizioni contenute nell'art. 37 del Regolamento Consob n. 16190/2007. Tali doglianze che non vengono condivise dal Tribunale: se ne afferma l'infondatezza e si evidenzia la mancanza di responsabilità della banca, la quale ha operato in base ad un positivo *rating* e non poteva di certo prevedere un inatteso e catastrofico dissesto dei titoli negoziati.

La sentenza in esame appare interessante sotto un duplice profilo: per un verso, in quanto costituisce un importante riferimento per ciò che riguarda il ruolo delle agenzie di *rating* (e per l'identificazione del valore che il giudizio da esse emesso assume sul comportamento degli operatori economici), per altro perché segna i confini che contraddistinguono il dovere di informare

l'investitore in ordine agli eventuali rischi di non solvibilità che possono derivare da un imprevedibile tracollo del titolo.

Al riguardo, appare significativa la circostanza che i giudici di *prime cure* hanno con chiarezza affermato come l'improvvisa crisi finanziaria sviluppatasi sui mercati finanziari - coinvolgendo alcune importanti società commerciali internazionali - non abbia determinato una responsabilità in capo alla banca (per mancata previsione del rischio di imminente fallimento). Da qui il principio secondo cui in presenza di un consolidato giudizio di *rating*, l'emittente potrebbe essere esonerato dall'obbligo di informare il cliente di tutte le conseguenze che derivano da un immediato declassamento dell'obbligazione.

Si delinea così una prospettiva nella quale le società di *rating* sono elevate ad arbitri delle negoziazioni finanziarie, con ovvia esclusione dell'osservanza di un diligente comportamento che possa prevedere l'andamento dei mercati (nel caso di specie pur avendo la percezione di pericolosi squilibri connessi allo scandalo dei c.d. mutui *subprime*). Si individua, per tal via, un *gap* normativo all'interno di un sistema finanziario caratterizzato sempre più da una multinazionalizzazione delle regole e da un progressivo policentrismo delle fonti di produzione giuridica. Ne consegue che fare completo affidamento su valutazioni provenienti da organismi di diritto privato non regolamentati - quali sono le agenzie di analisi e valutazione dei titoli finanziari - comporta l'inevitabile pericolo di svuotare di contenuto precettivo le norme a tutela del contraente debole; ciò, ferma l'esigenza di orientare la disciplina del *rating* al *need of protection* del pubblico risparmio.

In tale contesto poca rilevanza assume l'elemento sottolineato dai giudici veneti della non legittimazione della banca ad avere accesso alla contabilità della società emittente; ed invero, la considerazione che deve guidare l'interprete riguarda l'obiettivo primario dell'intermediario di adoperarsi per ridurre le asimmetrie informative nella circolazione dei prodotti finanziari (salvaguardando la trasparenza del prezzo e presidiando il rischio di improvvise distorsioni). L'orientamento della pronuncia in commento rende il giudizio di *rating* assolutamente immune da censure, con ovvi interrogativi circa la possibilità di escludere qualsiasi tipo di responsabilità in capo alla banca; inoltre, esso lascia il risparmiatore sprovvisto di garanzie, evenienza che denota peculiare gravità ove si tenga conto del fatto che, nella fattispecie, l'investitore ancor più dell'intermediario, non era in grado di avvertire gli irreparabili sintomi di un incombente *default*.

Non a caso nel corso del procedimento giudiziario viene evidenziato come unico dovere di informazione dell'istituto di credito quello di segnalare «l'inadeguatezza per dimensioni del portafogli titoli del cliente»; va da sé che, in costanza di una affidabile valutazione di *rating*, siano stati posti in secondo piano gli obblighi previsti dagli artt. 21-23 del Testo unico in materia di intermediazione finanziaria. Da qui il convincimento che sia necessario procedere ad un obiettivo ripensamento del ruolo che le società di *rating* ricoprono all'interno del mercato finanziario, al fine non soltanto di preservare la fiducia nell'investimento, ma anche per fornire una concreta tutela all'*agere* economico.

2. Vengono, quindi, in considerazione i profili economico-giuridici dell'attività di *rating*, la cui significatività si evince dal

giudizio sulla operatività dei *raters* fornito dalla dottrina¹. Ed invero le valutazioni di questi ultimi assumono particolare importanza, in quanto rappresentano un indice di affidamento e reputazione delle società emittenti i titoli obbligazionari. Sicché la questione affrontata dal Tribunale incide non soltanto sulla tutela dei risparmiatori (di certo influenzati nelle loro scelte d'investimento dalle indicazioni delle agenzie di *rating*), bensì sul mantenimento di adeguati livelli di trasparenza e correttezza degli operatori economici. Ciò in quanto l'*agere* degli intermediari viene ad essere fortemente condizionato dalle analisi divulgate dai *raters* sotto forma di opinioni finanziarie; con ovvi riflessi, a livello generale, nelle determinazioni concernenti la costituzione di adeguati presidi a protezione delle operazioni di investimento².

Un primo profilo d'indagine concerne la carenza di informazioni subita dall'investitore, il quale - con riguardo all'inatteso fallimento dei titoli *Lehman* - non è stato messo in grado (dall'operato dell'intermediario) di interpretare l'andamento del mercato e, dunque, di percepire i possibili rischi di insolvenza derivanti da (imminenti) declassamenti del *merito di credito* dell'ente emittente. Non v'è dubbio, infatti, che se è possibile identificare il *rating* come un giudizio sulla solidità e credibilità del prodotto finanziario negoziato, è altrettanto certo

¹ Sul tema MORETTINI, *Il Fondo Monetario Internazionale e le reti globali di regolatori finanziari*, in BATTINI (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Quaderno n. 3, *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, Milano, 2007, pp. 323-324, ove si precisa che «il *rating* consiste nel risultato di un processo di valutazione della salute finanziaria dei soggetti emittenti siano essi aziende private, pubbliche istituzioni o Stati».

² Cfr. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari Investitori Mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, p. 141. In particolare, viene affermato che «il giudizio di *rating* si pone come primo (ed a volte unico) elemento di valutazione della rischiosità e, più in generale, della validità di una determinata operazione».

che esso rappresenta un elemento di indirizzo nelle scelte di investimento³.

Ulteriore, significativo aspetto d'analisi è costituito dalla inadeguata regolamentazione prevista per le società di *rating*: da ciò deriva una distorta discrezionalità nell'utilizzo di metodologie di valutazione dei dati in possesso dell'operatore. Ed invero, non essendo configurabile un preciso obbligo del *rater* di assicurare che l'informazione divulgata rispecchi effettivamente l'atteso rendimento del titolo, se ne deduce che è demandata all'intermediario la gestione del giudizio di *rating*, da effettuare secondo i canoni di corretta e diligente professionalità⁴.

Da qui la problematica di verificare l'attendibilità dei dati posseduti dalle agenzie che nella maggior parte dei casi coincidono con quelli posseduti dagli emittenti; per cui diviene molto difficile valutare il grado di responsabilità in capo ai soggetti deputati alla gestione e lavorazione di tali *report*⁵. Ciò anche in ragione del fatto che i *raters* non devono provare di aver accertato

³ Si rinviene nell'attività di *rating* la tempestiva capacità di valutazione del merito di credito ravvisandosi, ove necessario, una forma di responsabilità extracontrattuale verso i terzi investitori che si concretizza nel danno da legittimo affidamento prestato alla valutazione emessa dall'agenzia. A tal proposito si v. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *La Responsabilità Civile*, 2008, n. 7, pp. 640-641.

⁴ Cfr. D'ALFONSO, *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *La Responsabilità Civile*, 2008, n. 12, p. 980. Viene sottolineato, nell'ambito della disciplina dell'intermediazione finanziaria, che l'osservanza dei doveri comportamentali contribuisce al miglioramento della protezione dell'investitore ed all'efficiente allocazione dei prodotti finanziari.

⁵ Viene fatto notare come «the agencies were being paid by the very banks issuing the structured products requiring a rating. To be sure, this is potentially a conflict of interest, resembling the relationship between accountancy firms and the companies whose books they sign off. But the real mystery is why the market does not correct these conflicts», *Financial Times*, *Rating agencies*, 14 maggio 2010, reperibile in www.ft.com.

la concreta veridicità delle informazioni a base del loro giudizio, essendo tenuti soltanto a stilare un'opinione sulle caratteristiche finanziarie del titolo oggetto di valutazione. D'altronde le agenzie, mediante prospetti sintetici di stime (generalmente reperibili sulla stampa) delineano solamente un'analisi sull'attendibilità del prodotto gestito dalla società emittente.

Connessa alla menzionata carenza disciplinare è, poi, la mancata individuazione (a livello giurisprudenziale) di ben definite fattispecie⁶; appare, pertanto, ragionevole la considerazione secondo cui risulta frustrata, sul piano delle concretezze, la funzione (ascrivibile ai *raters*) di partecipare ai meccanismi decisionali di investimento previa riduzione delle forme di asimmetria informativa esistenti nel rapporto fra intermediario e contraente debole⁷. Per converso, questa prospettiva avrebbe dovuto supportare la riferibilità al *rating* nell'interpretazione che la prevalente dottrina ha dato alle disposizioni del Testo unico sull'intermediazione finanziaria, in particolare nelle regole a tutela della correttezza ed affidabilità degli intermediari (artt. 21 e 23) e nelle norme di cui agli artt. 27-31 del Regolamento Consob

⁶ Frammentario risulta l'apparato normativo delle c.d. *rating agencies*: se a livello internazionale, si fa principalmente riferimento alle *guidelines* e *standards* emanati dall'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) e dal *Basel Committee of Banking Supervisors* (nello specifico dagli Accordi di Basilea II), in sede comunitaria solo di recente è stato approvato dal Parlamento europeo il Regolamento n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

⁷ Cfr. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, pp. 45-46. In tale ambito, si evidenzia come «il dovere di informare incide sulla libertà di sfruttamento incondizionato della posizione di eguaglianza formale/disuguaglianza sostanziale, riequilibrandola (...) ma non incide sulla libertà contrattuale perché non tocca la scelta legislativa di lasciare allo scambio la funzione di strumento di circolazione della ricchezza».

n. 16190/2007 sugli Intermediari⁸. Nello specifico, va considerato che il dovere di adeguata informazione attiene non soltanto alla fase negoziale dell'investimento, ma anche all'identificazione del rischio del credito e, dunque, alla possibilità di stabilire un rendimento con riguardo ad una determinata scelta finanziaria⁹.

L'imprevedibile declassamento di un titolo obbligazionario, non percepito dallo stesso mercato finanziario, non dovrebbe comunque esonerare l'intermediario dalla responsabilità di fornire una completa ed adeguata informazione all'ignaro risparmiatore che di certo non può esserne a conoscenza, al di là del recepimento di semplici *rumors*¹⁰. A tal proposito va osservato che le agenzie di *rating* danno vita ad una forma di autoregolamentazione che, sebbene sottratta al controllo della vigilanza pubblica, è comunque in grado di interagire sulle decisioni di investimento, arrecando talora non pochi pregiudizi agli investitori¹¹.

⁸ In particolare ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009, 1, pp. 9-20.

⁹ In tal senso PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007, pp. 243-248. Emerge con attenzione come «la costruzione normativa in parola ha di mira la tutela del mercato unitamente alla protezione dei singoli investitori, sia con riguardo alle conseguenze che la violazione delle regole di comportamento può determinare nell'esecuzione delle contrattazioni, sia per quanto attiene ai riflessi sull'affidabilità degli intermediari».

¹⁰ Si richiamano, in tal sede, le pronunce più recenti; App. Torino, 2 dicembre 2009, Trib. Torino, 23 novembre 2009, Trib. Novara, 2 novembre 2009, in *Giurisprudenza Italiana*, 2010, pp. 601-609 con nota di COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Un quadro ben delineato: con qualche novità e corollario*; ed anche si v., App. Milano, 19 dicembre 2006, n. 3070, in *Resp. civ. prev.*, 2007, n. 7-8, pp. 1679 ss, con nota di LUCCHINI GUASTALLA, *Obblighi informativi dell'intermediario finanziario e responsabilità nei confronti dell'investitore*.

¹¹ Cfr. CASSATELLA, *La regolazione globale del mercato dei valori mobiliari: la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, in BATTINI, *op. cit.*, p. 172. Sulla razionalità delle decisioni di investimento riconducibili ad una corretta informazione finanziaria è invece incentrato il lavoro di LINCIANO, *Errori cognitivi e*

Da quanto precede discende una prima conclusione: solo una stringente disciplina degli organismi di *rating* può condurre al riconoscimento di forme di responsabilità diretta degli individui che in essi operano, all'uopo dovendosi aver riguardo alla metodologia di valutazione utilizzata. Va da sé che il giudizio emesso dai *raters* va ridefinito, qualificandolo alla stregua non di regolamentata attività che supporta il processo di formazione della trasparenza informativa del prodotto, in grado cioè di assistere (e meglio orientare) l'utente finale nelle operazioni di acquisto, contenendo il rischio di insolvenza del credito e mantenendo nel contempo accurata la previsione di rendimento¹².

Pertanto, alla luce delle considerazioni sopra esposte desta non poche perplessità la sentenza in esame, che evidenzia elementi di pericolosità con riguardo ai livelli di tutela all'inconsapevole investitore riconosciuti dal Tribunale in circostanze di imprevedibile dissesto finanziario dell'emittente¹³.

3. L'analisi sul giudizio di *rating* si compendia nella valutazione circa l'efficiente allocazione dei prodotti finanziari che ad essa consegue; donde la particolare attenzione da dedicare agli elementi che influiscono sulle metodologie di stima della solidità patrimoniale delle imprese emittenti.

instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale, Quaderni di finanza Consob, 2010, n. 66, pp. 40-41.

¹² Cfr. CAPRIGLIONE, *Dalla trasparenza alla «best execution»: il difficile percorso verso il «giusto prezzo»*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009, IV, pp. 475-480.

¹³ Si fa principalmente rinvio a Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, Trib. Catania, 5 maggio 2006, Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, in *Resp. civ. prev.*, 2007, n. 4, pp. 912 ss, con nota di FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*.

Al riguardo, va tenuto presente che il *rating* si pone per solito a base delle aspettative degli agenti economici, che da esso traggono legittimo affidamento sul futuro andamento del titolo negoziato. Non v'è dubbio che le opinioni diffuse dai *raters* costituiscono una attendibile fonte informativa, a cui il mercato fa riferimento per la reputazione creditizia dell'obbligazione. A tal fine vengono, infatti, in considerazione i rischi connessi alla redditività dell'investimento (a sua volta desumibile dalla consistenza patrimoniale della società emittente) e la obiettiva funzionalità che il *rating* svolge all'interno del sistema finanziario¹⁴; di tal che, il set di informazioni divulgate risponde allo scopo di segnalare al risparmiatore gli indicatori per la verifica della rispondenza del credito alle attese di rendimento dell'operazione compiuta. E' evidente come l'attribuzione di un elevato *rating* consente di negoziare uno strumento finanziario con un basso pericolo di insolvenza ad un tasso di interesse non elevato; ciò comporta, in caso di errata valutazione, una immediata propagazione del *default* reputazionale dei *raters*, unitamente ad una veloce traslazione dei rischi dall'emittente all'intermediario¹⁵.

In tale contesto logico le opinioni formulate dai *report* finanziari si risolvono in considerazioni sull'attitudine del titolo a sostenere un previsto *cash flow*; per cui tali valutazioni concor-

¹⁴ La tematica è affrontata da PICARDI L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, VI, pp. 713-755. In particolare, viene affrontato «il problema dell'idoneità delle agenzie di rating a svolgere effettivamente la funzione di cani da guardia degli emittenti e, più in generale, di contribuire all'efficiente funzionamento del mercato finanziario».

¹⁵ Cfr. SABBATELLI, *La supervisione sulle banche. Profili evolutivi*, Padova, 2009, pp. 42-63. In tale ambito vengono ad esempio analizzate le distorsioni causate dalla cartolarizzazione dei c.d. mutui *subprime*, evidenziando come «l'aspetto chiave nell'innovazione dei processi finanziari è, infatti, proprio quello della ricerca di una sempre maggiore flessibilità da parte degli intermediari».

rono nella formazione di un giudizio di fiducia sull'adeguatezza del prodotto. Sotto altro profilo, va osservato che l'affidamento prestato dagli investitori nell'attività di *rating* diviene di per sé un *benchmark* di trasparenza sul mercato, con conseguente assunzione di credibilità delle *agenzie*. Da qui l'esigenza di interpretare le previsioni dei *raters* come strumentali alla correttezza delle operazioni di investimento, nonché alla accuratezza delle informazioni prodotte dagli operatori economici. Conseguentemente, l'*agere* delle società di *rating* non costituisce una forma di autoregolamentazione sostitutiva della supervisione pubblica, bensì funge da strumento privato di determinazione della qualità del credito¹⁶.

Si comprende, allora, la criticità di una situazione giuridica caratterizzata dall'assenza di un *corpus* regolamentare volto a disciplinare in maniera unitaria il *rating*, stante l'assoggettamento di quest'ultimo ad una non ben definita *self-regulation*¹⁷. Si sottolinea, altresì, come detta criticità sia aggravata dalla mancanza del carattere coercitivo delle *best practices* che governano l'attività di analisi finanziaria; sicché, si è in presenza di un coacervo di principi privi di forza cogente che si de-

¹⁶ Così PICARDI L., *op. ult. cit.*, p. 724, ove si afferma che «mentre una buona valutazione del merito di credito può comportare un allentamento, quando non una vera e propria esenzione, dagli obblighi previsti dalla legge, nell'intento di sottrarre gli emittenti a basso rischio (...) ad oneri non necessari, la previsione a carico di determinati intermediari finanziari del divieto di detenere strumenti privi di *rating* permette di limitare il grado di rischiosità del loro portafoglio».

¹⁷ Cfr. CAPRIGLIONE, *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2008, I, pp. 20 ss. il quale osserva «l'attuale regolazione appare preoccupata a fissare un meccanismo di verifica nel quale ... non sembra esser stata valutata adeguatamente la circostanza che esso risulta fondato sul presupposto della veridicità dei dati di base, di cui le società di *rating* dispongono».

terminano essenzialmente nel riferimento ad una volontaria adesione a codici di buona condotta¹⁸.

Fermo che il *rating* dovrebbe garantire l'investitore da improvvise turbolenze di mercato, preservando quindi l'integrità del pubblico risparmio, emerge chiara, l'esigenza di individuare profili di responsabilità nelle opinioni espresse dai *raters* per l'incidenza della loro azione nei meccanismi decisionali di investimento¹⁹. Ed invero, la visibilità del *rating* sul mercato degli strumenti finanziari funziona da esternalizzatore della qualità dei prodotti offerti dalle società emittenti e consente, attraverso la pubblicizzazione dei tassi di rendimento del titolo, di dar vita ad un modello non regolamentato nella elaborazione delle informazioni²⁰. Ne risulta un complesso variegato di attività di valutazione e certificazione dei titoli non solo esente dalle procedure di *enforcement*, ma posto anche al di fuori delle tradizionali forme di responsabilità tipiche dei rapporti negoziali; donde un ulteriore elemento di incertezza giuridica che qualifica l'istituto in esame²¹.

¹⁸ Più precisamente, si fa richiamo al “*Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*” promosso dallo IOSCO nel dicembre 2004 ed implementato nel maggio 2008, cui ha fatto seguito il documento “*A Review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*” del marzo 2009.

¹⁹ Cfr. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, 1, pp. 121 ss. Si rileva come «dal momento che i giudizi emessi dalle agenzie sono presi come parametro in base al quale sottoporre i soggetti di mercato ad un determinato regime regolamentare, esse sono annoverate tra i c.d. *market gatekeepers*, ossia quei soggetti che con la propria attività (...) presidiano l'accesso al mercato finanziario, selezionando chi possa entrarvi e a quali condizioni possa operarvi».

²⁰ A tal proposito, si v. TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contratto e Impresa*, 2005, III, pp. 932-933.

²¹ Così CERVONE, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in questa Rivista, 2009, IV, pp. 285-288, la quale acutamente tiene a sottolineare che «la condotta

Analoghe considerazioni possono formularsi con riguardo alle iniziative promosse, in sede internazionale, di implementazione dell'architettura regolamentare delle *credit rating agencies*²². Anche per tali agenzie si pone la necessità di una appropriata regolazione, in quanto le medesime, pur fornendo un'opinione indipendente sulla solidità del titolo finanziario, non possono considerarsi immuni dal controllo dei *regulators*, cui si ricollega il valore funzionale assunto in termini di salvaguardia della fiducia del risparmiatore²³.

Se ne deduce, altresì, la non inquadrabilità del giudizio di *rating* in una *libera manifestazione del pensiero* di tipo giornalistico²⁴, anche se l'esigenza di rendere *accountable* i *raters* - e, dunque, di definire i confini della loro operatività - potrà dirsi soddisfatta solo a seguito di una specifica regolamentazione (che tenga conto anche degli incentivi alla concorrenza e competizione fra le singole agenzie).

riprovevole delle agenzie di *rating* è da attribuire principalmente ad un *accountability gap*: sebbene i rating del credito abbiano un impatto sempre più significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori, soprattutto in seguito a Basilea II, è molto difficile renderle responsabili delle loro azioni».

²² In particolare, *CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance*, CESR, May 2008; *Role of Credit Rating Agencies*, ESME's Report to the European Commission, June 2008; *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. As required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, U.S. Securities and Exchange Commissions, January 2003.

²³ Cfr. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e Impresa*, 2008, I, pp. 182-199.

²⁴ Cfr. CERVONE, *op. ult. cit.*, p. 287, ove si fa notare che «le corti statunitensi hanno eguagliato i *rating* a mere opinioni: le agenzie di *rating* non rispondono di comportamenti negligenti, come è la regola in altre aree di diritto, ma, ricevendo protezione piena come membri dei *media*, non incorrono in responsabilità a meno che non abbiano causato il danno intenzionalmente».

Per converso, la sentenza in commento non sembra orientata ad evidenziare i limiti che le carenze disciplinari recano alla adeguatezza professionale delle società di *rating*, quanto piuttosto l'influenza del giudizio di queste ultime sulle relazioni economiche. Il Tribunale avrebbe dovuto tener conto del fatto che non si era in presenza di un errore di valutazione del merito di credito da parte dell'agenzia, quanto piuttosto che il mercato non è in grado di prevedere un improvviso *downgrading* del titolo obbligazionario; in altri termini, si sarebbe dovuto dare maggiore rilievo all'importanza del ruolo svolto dal *rating* nella procedura di selezione dei prodotti finanziari.

Ed invero, sembra non sia stato considerato a sufficienza il fatto che l'investitore opera in base ad una presunta credibilità dei pareri espressi dalle agenzie, orientando le proprie scelte nel legittimo affidamento della reputazione che ad esse il mercato finanziario attribuisce. In tale logica, come si è tentato di dimostrare, il *rating* assurge a momento fondamentale delle decisioni di investimento, rendendo peraltro opportuno preordinare gli *standard* comportamentali dei *raters* al rafforzamento della *compliance* informativa e regolamentare²⁵.

Concludendo sul punto, il compito delle società di *rating* si sostanzia nel fornire valutazioni veritiere, aderenti all'andamento del mercato, in grado di conciliare l'attendibilità delle informazioni con le aspettative che gli investitori traggono dalla fiducia riposta nei loro confronti.

²⁵ Cfr. INFRICCIOLI, *La responsabilità delle società di rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Mondo bancario*, 2008, n. 1, pp. 46-47.

4. Il Tribunale di Venezia reputa immune da censure la condotta della banca in presenza di una improvviso ed imprevedibile *default* del titolo *Lehman*, rendendo per tal via particolarmente ridotta la responsabilità dell'intermediario e della società emittente. Tale orientamento appare, peraltro, in contrasto con l'indirizzo intrapreso dal *network* dei *global regulators* della finanza, al presente decisi a riformare l'attività di *rating*; ed al riguardo deve ritenersi significativa, in ambito comunitario, l'approvazione del Regolamento n. 1060/2009, che dimostra l'intento di fornire uno stabile impianto regolatorio *in subiecta materia*, tale cioè da definire i confini entro i quali deve svolgersi l'intervento delle agenzie in parola²⁶.

Il legislatore europeo identifica possibili soluzioni nel parametrare assetti disciplinari e controlli nel governo del *rating*. Si delinea così un quadro che appare, peraltro, inadeguato al fine di controllare le distorsioni di mercato rivenienti da una poco efficiente allocazione delle risorse produttive, donde a livello generale l'affermarsi di un giustificato scetticismo sulle capacità del sistema finanziario europeo di attuare uno sviluppo sostenibile²⁷.

Conclusivamente può dirsi che la sentenza in commento percepisce i limiti dell'attuale regolamentazione nell'imprimere la sua forza cogente al sistema finanziario e finisce col dar spazio

²⁶ Una analisi del recente provvedimento comunitario è svolta da AMTENBRINK, de HAAN, *Regulating credit ratings in the European Union: A critical first assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, n. 6, pp. 1943-1949, ove si perviene alla conclusione secondo cui «the fact that ratings are embedded in official EU regulation may be interpreted as implying a seal of approval and would thus further encourage excessive reliance on ratings by investors who should be conducting their own due diligence».

²⁷ Cfr. CAPRIGLIONE, *Eurosclerosi e globalizzazione. (Contro un possibile ritorno all'euroscetticismo)*, in questa *Rivista*, 2010, 1, pp. 14-15.

all'individualismo degli operatori (legittimando una sostanziale *deregulation* dei rapporti negoziali)²⁸. Sotto altro profilo, la finanziarizzazione dell'economia nel suo processo evolutivo evidenzia le criticità di un sistema disciplinare che, sebbene animato da propositi di certezza giuridica, lascia fuori dalla regolamentazione attività che, per la loro caratterizzazione teleologica, necessitano di essere svolte sotto adeguate forme di vigilanza pubblica²⁹.

La proposizione di nuovi comparti disciplinari dedicati al *rating* unitamente alla formulazione di accordi normativi fra gli organismi internazionali danno contenuto ad una prospettiva d'interventi aderente alle esigenze del mercato. Crescente importanza dovrà essere ascritta al prisma delle *best practices* nella materia in esame ed, in particolare, al sempre più frequente tentativo di associare alle raccomandazioni di natura volontaria (in ordine alla correttezza dell'attività posta in essere dalle agenzie di cui trattasi) la riconduzione nell'alveo delle categorie giuridiche dei criteri fondanti di un *agere* preordinato alla corretta informazione e, dunque, alla trasparenza dei rapporti tra intermediari e investitori. E' questa la via da seguire per elevare a vera e propria fonte

²⁸ In tal senso CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009, pp. 104-105. Prende corpo la convinzione secondo cui «si è in presenza di una formula interventistica che mira alla predisposizione di regole valide in ogni spazio del mondo globale, senza disporre di alcuna forza cogente, bensì fondando la propria capacità espansiva sulle prerogative che contraddistinguono l'efficacia tipica degli accordi internazionali».

²⁹ Al riguardo ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, 1, pp. 93-94, reperibile in www.rtde.luiss.it. In tale ambito, l'Autore osserva come «il diritto, cioè, limitando la sua funzione garantistica, finisce indirettamente con l'offrire la sua tutela al pragmatismo mercantile». In siffatta prospettiva MONTEDORO, *Economia della crisi, trasformazioni dello Stato, governo dei giudici*, *ibidem*, p. 67.

normativa i canoni di un'azione che deve ritenersi fondamentale per il futuro dell'industria finanziaria.

Andrea Miglionico

Assegnista di ricerca in Diritto ed Economia
nell'Università La Sapienza di Roma